

做空机构信息披露中的“会计魔术”研究

◎ 文/ 赵志红

一、引言

随着国内资本在全球市场参与度的日益加深,加之境外上市具有门槛低、盈利要求宽松、风险融资能力更强等优势,境外上市的中概股数量越来越多。但是,由于市场存在差异,且我国在会计准则方面并没有实现完全的国际趋同,许多国外研究机构将中概股视为最佳做空对象。中概股遭遇做空的原因主要在于部分企业确实存在业绩造假情况,进而被做空机构抓住漏洞予以精准猎杀,在境外资本市场惨遭滑铁卢。同时,也有部分中概股企业所选择的会计政策和处理方式存在一定的模糊性,例如提前确认收入、转移折旧成本等,做空机构利用准则差异并通过信息披露大肆渲染不信任情绪,认定其虚增收入,夸大了盈利能力,借机“流言蜚语”刺激市场非理性下跌,最终实现谋取暴利的目标。做空机构的信息披露以对外发布的做空报告为主,国内市场与境外市场存在的信息不对称问题,给市场投机者提供了“会计魔术”操作空间,会计手段也因此成为做空机构变“魔术”的重要道具,在

企业胆战心惊的同时给市场操纵者带来暴利机会,这种思维惯性甚至会演化为违法的市场欺诈行为,损害中概股企业合法利益安全,也不利于市场秩序的稳定。

二、做空机构借助会计准则上演“会计魔术”的具体表现

从某种程度讲,做空机构如同大自然中的“秃鹫”,在资本市场中快速的瞄准那些老弱病残或者假大空的目标企业,通过资本运作给予致命一击。机构做空按照规模与意图可以划分三类:正常做空,即正常的买正股看涨,降低投资风险,在投资组合中配比一定的做空仓位对冲做多风险;专门做空,也就是顺应形势配比做空仓位谋取利益,如看好某一行业买入其股票,并对与之相反的行业领域进行做空,实现双向获益;恶意做空,通过做空报告发布虚假信息、散布谣言、引诱投资者追加购买,从而使得该股价上涨,最后再大举出售,从中谋取巨额利益,实现其真实目的。其中,恶意做空通常会导致股价波动较大,对证券市场、公司和投资者造成的不利影响更明显、更严重,其基本流程如图1

所示。同时,做空机构的目标在于是以最小的风险投资,以获得最大的收益。恶意做空成为做空机构操纵市场来获利的常用手段,其重要的着手点则是借助会计准则之争上演“会计魔术”,以此混淆外部投资者。具体而言,做空机构惯用伎俩是在目标企业的“收入确认”方面做文章,并进一步涉及合并报表范围、收入确认时点、关联交易等问题。

首先,“控制”之争。“控制”是判断合并报表合并范围的基础,控制权具有唯一性和排他性,其性质是一种法定的权力,拥有控制权的企业能够被控制企业的财务和经营政策,且能够从后者的经营活动中获取利益。按照美国通用准则规定,一家企业拥有另一家企业的超过50%股权时,这家企业就可以控制另一家企业财务利益,如果股权不超过50%,则需要判断是否通过协议控制。在实务中,也存在法律形式上未被认定为控制方但实际上已控制或主导公司生产经营行为的情况,例如企业管理层在另一企业担任高管,两家企业都具备独立的法人主体地位,但前者在后者的内部

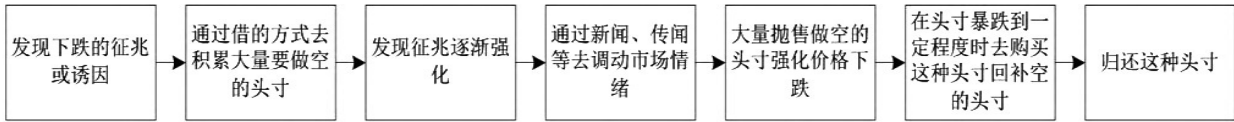


图1 恶意做空基本流程

生产经营、核心技术、人事安排、重大资产重组等方面都会产生影响,是否满足“控制”标准仍存在争议,做空机构也会借此作为“弱点”予以攻击。

其次,“关联交易”之争。对于关联交易,我国现行《公司法》及相关司法解释并没有予以禁止,仅明确了利用关联关系损害公司利益行为。利用关联交易侵害企业利益的行为具有隐蔽性,且对于损害公司利益的认定也带有一定的主观性。同时,关联交易还存在程序公平和实质公平两个要件,部分交易在程序上合规,但对于实质性公平的判断则缺乏明确的标准,这也是引起争端的根源所在。另外,从理论角度来看只要存在会计主体假设就会引发关于关联交易的问题,现阶段对于关联交易的准则规定理论上没有取得实质性的进展,关联交易的会计实务也缺乏专门的实践指引,均加大了对“关联交易”判断的争议。

另外,未来收入确认时点之争。“交易标的相关风险、收益权是否发生转移”“交易标的控制权是否发生转移”是收入确认的关键要素。收入确认的基本原则是无论款项收到与否,只要是属于当期的收入,都要作为当期收入予以确认,反之不属于当期的收入,即使收到了相关款项,也不得作为当期收入进行确认,即收入的确认也要遵循权责发生制原则。从收入来源方面看,对于销售收入,如果双方已经签订了商品销售合同,且商品所有权相关的主要风险和报酬已经发生了实质性的转移,企业无法有效控制已经出售

的商品,也没有保留与之相联系的继续管理权,在能够可靠计量收入金额与销售成本情况下,需要进行收入的即时确认。对于提供的劳务收入,服务费包含在商品售价内可区分的服务费,在提供服务的期间分期确认收入。但是,实务中也由此引发了关于同时包含销售与提供服务的相关费用确认的争议。如果企业对某项业务按照销售收入进行了当期确认,则其中涉及的服务费容易引来做空机构的诟病,如果作为服务费用进行了分期确认,做空机构同样也会借口没有立即确认收入对其进行财务舞弊方面的指控。

三、做空机构信息披露中的“会计魔术”

做空机构出具的做空报告在一定程度上会导致资源“错配”与投资者信心的丧失,无论是企业还是外部投资者都需要对其持审慎态度,识别其出具的报告中是否玩转了“会计魔术”,通过机构的攻击手段分析为企业扭转危机提供决策方面支持。

(一)案例背景

A公司是一家全球化的智能电动汽车公司,在上海、北京等全球多地设立了研发与生产机构,并推出了新能源电池租用服务,公司在美国纽交所成功上市。B机构成立于加拿大,擅长于法务会计分析、背景调查、深入的财务分析和建模,为家族理财办公室、对冲基金、投资银行和运营公司在内的机构客户提供服务,拥有独立的专业调查团队。2021年年报显示,A公司年

度总收入为361.36亿元,年末总资产为828.84亿元,年度亏损额40.17亿元。次年6月,B机构在发布一份做空报告引起市场震动,报告认为A公司伪造数据、利用手段推高营收。报告发布后,A公司当日股价由距高峰时的54美元已经腰斩至22.55美元,投资机构将美股目标价从87美元大幅下降至41.1美元,下调幅度高达52.8%,港股跌幅达到8.41%。为消除做空报告不利影响,A公司在官网发布《自愿公告》对B机构的做空予以回应,认为其出具的报告是无根据的推测以及误导性结论和诠释,存在大量疑点,关于公司资讯包含许多错误,带有明显的恶意做空意图。同时,为保护所有股东的利益,A公司董事会,包括审计委员会对B机构的指控进行了审查,按照SEC、NYSE、SEHK和SGX的适用规则和条例的要求,适时作出进一步的披露。2022年7月,A公司发布公告,公司6月份共交付新车12961台,同比增长60.3%,创月度交付量新高;第二季度共付新车25059台,同比增长14.4%,连续9个季度同比正增长,车辆累计已交付217897台。

(二)做空报告中的相关指控

B机构所出具做空报告的核心内容为,A公司“很可能利用一个未合并的关联方来夸大收入和盈利能力”,认为A公司夸大了收入和盈利能力,在会计处理时没有合并关联方交易,2021财年的盈余大部分来源于关联企业,关联公司提供了超预期收入。具体而言,包含提前确认收入、通过关联交易虚增收入、通过虚假业务虚增收入和减少折旧虚

增收入等指控。

1. 关联企业未作为实际控制方进行处理。为有效面对资金、技术、人员、产能等诸多方面的挑战,A公司为主导成立了以电池资产管理为主营业务的子公司(C公司),以推动“车电分离”模式的发展,并享有其19.8%的权益份额。A公司认为,在形式上两个公司属于相互独立的法人实体,且所持权益份额无法同时满足“控制权三要素”,即拥有对被投资方的权力、参与被投资方相关活动而享有可变回报、有能力运用对被投资方的权力影响其获得回报的金额,所以并不拥有对C公司的实际控制权。因此,A公司采用了权益法对与C公司相关业务的收入进行核算,按自身在被投资企业权益资本中所占比例进行投资计价,A公司并没有将C公司纳入合并报表范围。但是,B机构调查组对A公司的财务报表进行研究,认为C公司的董事长及总经理等多名高管均属于A公司工作人员,A公司可能以高价出售实现报表上的高收入,而C公司是否接受这个售价正是由与A公司有关的管理层决定的。所以,B机构出具报告认为,A公司在人员安排方面对C公司具有实质性的控制,不仅对股东大会的决议产生重大影响,还拥有对企业生产经营进

行决策的权力。按照实质重于形式的会计准则,这种情况应该视同“实际控制”,需要将C公司纳入合并报表范围,并按照对应的要求披露或部分披露关联交易细节。

2. 涉嫌提前确认收入。如果由A公司自己开展电池租赁服务,则当期只确认一年的电池租金收入,后续收入需要按照租赁期进行分期确认,且作为非流动资产需要计提折旧费用。但是,A公司如果将电池卖给非实控关联公司,既可以用甩掉大额非流动资产这个累赘,也可以当期一次性确认电池销售收入,向表外非实控关联公司转移非流动资产。所以,通过背靠背的方式,A公司向BaaS用户出售车辆时同步向C公司出售电池组,当车辆(连同电池组)交付给BaaS用户时,A公司确认向电池资产公司销售电池组的收入。由此可知,A公司收入实际由两部分组成:一部分是汽车出售时点确认的收入已经包含了电池收入,另一部分是汽车使用期间所提供电池相关服务费用。B机构出具报告认为A公司与C公司之间存在明显的关联关系,双方发生的“销售”实际是为收入“虚增”做账面掩护。同时,报告认为A公司存在提前确认收入问题,电池收入应当是每个月收到租金以后方可予以确

认,而一次性将电池销售给关联企业,后续收入集中在同一年度,存在麻痹投资者而虚增收入的嫌疑。

3. 通过关联交易虚增收入。为使得出具的做空报告更具说服力,B机构调查人员通过搜集到的资料进行了例证。截至2021年9月30日,A公司销售车辆中选择电池租用服务的车主数量为19000人,披露的电池销售收入为27.96亿元,C公司实际拥有40053块新能源电池,租用短程电池(70/75KWH)和长程电池(100KWH)的租金分别为980元/月、1480元/月,短程电池的月租金额共达到622.88万元,占比达到81.8%,具体如表1所示。

做空报告认为,A公司对关联交易定价并没有进行任何细节披露,仅披露了交易收入的确认时点和交易数量。同时,A公司应确认的电池租用服务收入=27.96*(19000/40053)=13.26亿元,即车主数量与电池数量应当一致,应当按照实际比例进行收入计算。截至2021年9月30日,A公司应当确认的电池租用金额为1984万元/月,2021年1-9月份实现的电池收入总计1.79亿元,报告认为A公司虚增收入11.47亿元(13.26-1.79)。

除此之外,B机构做空报告指出,C公司新能源电池的实际持有

表 1 标的资产租金定价标准情况

电池型号	定价标准(元/月)	笔数(笔)	月租金额(万元)	金额占比
100KWH	1480	2440	361.12	18.20%
70/75KWH	980	16560	1622.88	81.80%
合计	--	19000	1984	100%

数据来源:A公司2021年度财务报告。

数量为40053块,而A公司电动汽车真实销售数量为19000辆,即A公司向B企业多出售了21053块电池,所对应的额外收入14.7亿元。所以,B机构出具的调查报告认为A公司在2021年1-9月通过电池租用业务分解共虚增收入26.17亿元(11.47+14.7)。同时,A公司披露的同期收入总额为262.36亿元,“虚增”收入占总额比例达到9.97%。

4. 减少折旧虚增收入。A公司2021年1-9月份的电池销售收入为27.96亿元,行业数据显示电池的平均利润率为20%,则A公司期间内电池收入所对应的成本为22.37亿元。同时,B机构搜集并汇总了A公司年报等资料,发现其销售电池的平均使用周期为7年,充电及换电设施设备使用寿命5~8年,电池的年折旧率维持在15%左右。按照调查人员得出的数据结论,B机构出具的报告中认为A公司借助向C公司销售电池业务,将电池对应的资产减少了22.37亿元,而该部分资产金额原本应当在自身的财务报表中进行列示,即减少计提折旧3.36亿元。

(三)做空报告中涉及会计事项的分析

按照B机构做空报告中的相关指控,A公司通过关联方交易进行虚增收入,涉及金额达到17.77亿元,具体包含三部分:超额供应形成的额外利润(21053块电池,2.94亿元);真实出售形成的收入(19000块电池,11.47亿元);折旧少计提部分(3.36亿元)。同时,A公司同期报告的亏损额度为18.74亿元,虚增利润占其比重达到94.8%,如果没有“虚

增”的利润,A公司的亏损额度将高达36.81亿元。所以,报告认为A公司通过关联交易虚增利润以降低亏损,美化、粉饰了财务报表,给投资者带来虚假的利好信息。但是,对于B机构所出具做空报告中涉及的会计事项,应当基于会计谨慎性原则重新从会计逻辑、会计核算过程等角度予以考量,识别其中是否存在利用准则之争玩转“会计魔术”做空企业牟取暴利问题,维护企业合法利益安全。

1. 关联交易的认定缺乏必要条件。由于存在特殊的利益关系和隐蔽性,关联交易一直饱受诟病,也是监管层和投资者关注的焦点。作为公司与其关联人之间发生的资源或义务转移行为,关联交易应具备以下特征:交易双方分别是公司及其关联人;交易由关联人一方所决定,但名义和法律地位上交易双方具有平等性;交易双方存在利益冲突,关联人在不纯利益动机驱动下可能利用控制权损害公司的利益。所以,构成关联交易必须具备两项基本条件——“不纯的利益动机”+“不公允的交易定价”。从动机方面看,C公司成立目的在于解决电动汽车“里程焦虑”问题,且C公司的股东并不局限于A公司,共涉及18家股东,股权分散性明显,A公司所持19.8%股份无法满足“控制权”所要求的比例,且其他股东涉及知名投资机构、上市公司以及地方政府等,协助A公司财务造假的动机不足。从定价方面看,C公司披露信息显示,其向A公司购买电池的平均单价为7.7万元/块,定价与市场售价相比属于公允。所以,从动机和定价方面看,

B机构调查报告对A公司利用关联交易进行财务造假的指控缺乏力度,关联交易并不代表原罪。

2. “提前确认收入+超额销售=虚增业绩”质疑缺乏逻辑方面的依据。从B机构出具的调查报告可知,“仅确认实际收到的车主月租费”是其质疑A公司收入确认时点存在的问题的逻辑所在。具体而言,A公司实际销售的19000个电池应收租赁费不能“一次性”的在报表中予以全部入账。按照企业会计准则等相关规定,“交易标的控制权是否发生转移”“交易标的相关风险、收益权是否发生转移”是收入确认有两个关键要素。按照A公司换电服务模式,用户购车方案可以选择两种方案,分期租售电池或者一次性买断电池。其中,如果客户选择前一种方案,则公司将电池出售给作为独立第三方的C公司,由其进行电池相关租售业务的专业化运营,在此情况下A公司并不属于实际上的电池出租方。A公司将电池出售给C公司后,A公司向C公司完全转移了电池的控制权、受益权及其相关风险,且两个企业之间不存在托管关系而是真实的买卖关系。如机构调查报告指出,分期确认收入遵循了会计处理的审慎性原则,但A公司一次性确认收入也没有违背经济实质,借此“虚增”收入的结论更是缺乏说服力。

3. 未考虑业务的相关商业特性。B机构调查人员在计算A公司利润虚增金额时,以实际销售电池的销售价格和收入租金的差额作为虚增来源,并没有考虑该部分电池所包含的成本金额。同时,B机构

对超额之外的电池数量质疑,但并没有综合A公司所提供电池更换服务的商业模式予以考虑。从法律层面看,C公司具备独立的法人资格,有独立做出商业决策的自主权,为降低经营中的不确定风险,也会在电池价格相对较低时提前采购。从行业实践方面看,已经售出车辆自身携带19000个电池,且提供电池租赁服务的C公司需要一定数量的备用电池满足业务需求。所以,在满足出售车辆自身所需电池数量的基础上,C公司也会采购对应订单之外数量的电池满足预期需求,而B机构出具的报告并未考虑这部分商业需求,其质疑缺乏有力的说服力。

4. 具体核算方面存在漏洞。B机构对外报告中披露称,A公司通过关联方交易虚增26.17亿元收入,虚增利润额为17.77亿元。但是,A公司将电池服务已经拆分给C公司,其报表中披露的电池销售利润额是按照行业平均利润率进行的计算,计算出的相应金额为25.97亿元。同时,C公司总计拥有40053块电池,C机构调查人员计算出的折旧金额为3.36亿元,据此得出的利润额为1.57亿元,对应的由关联方交易增加的利润额应当为7.16亿元(5.59+1.57)。所以,B机构对外披露数据与实际计算结果存在较大的差别。除此之外,B机构调查人员在对A公司出售电池的折旧计算过程中,所得出的金额属于全年计算结果,即使A公司在报表中保留了出售的全部电池资产,其折旧金额对应的折旧期限应当是2021年1-9月份,真实折旧金额应当是2.52亿元

(3.36/12*9)。所以,具体核算方面存在的漏洞也进一步降低了B机构所出具报告的信服力。

四、结论与建议

做空机构与上市公司之间存在博弈关系,做空机构会“刻意”寻找上市公司财务报告中的薄弱环节,借助会计准则方面的争议上演“会计魔术”,通过“一纸报告让股价一泻千里”,进而趁机谋取暴利。对于上市公司而言,为避免更大危机的产生,会对机构出具的调查报告予以反击,对其相关指控提出反驳意见。从双方之间的“进攻”与“反击”关系看,上市公司遭遇做空,矛头主要指向会计手段。乘虚而入谋取暴利是做空机构施展“会计魔术”的动因所在。对做空机构信息披露中的“会计魔术”进行研究,从会计角度利于上市公司了解并把握做空机构常用做空手段,从而为后续相关策略的制定予以参考。本文研究中,B机构作为A公司的关联交易作为薄弱点,并提出关联企业未作为实际控制方进行处理、涉嫌提前确认收入、通过关联交易虚增收入、减少折旧虚增收入等方面的指控。但通过进一步分析可知,B机构对A公司出具的调查报告中,存在利用“会计魔术”混淆并误导消费者问题,具体包括对商业模式认识存在局限性,关联交易认定缺乏充分依据,质疑逻辑不充分以及具体核算存在漏洞等。

会计信息是决策的基础,对于带有双面性的做空报告,投资者应该基于自己的独立分析和判断予以理性看待。对于上市公司而言,应

当从“内功”下手,提升自身的财务专业性,建立市场信任,缩小做空机构实施“会计魔术”的空间:首先,当外部机构对财务报告提出真实性方面质疑时,企业应当以增强投资者信任度为目标导向,及时回应质疑,提高信息的透明度,企业可以成立专门的危机公关部门,对相关指控进行复核,必要时聘请外部知名事务所进行独立调查,通过充分详实的证据反驳做空机构指控,保护股东合法利益不被损害;其次,投资者在使用会计信息进行决策时,需要综合公司数据以及第三方分析即整个财务报告供应链角度进行解读,了解会计数据的局限性,发现并躲避由“会计魔术”掩盖的陷阱,遵循业务商业模式与企业经营实质,充分发挥会计信息的预测和反映作用,提高投资决策的科学性;另外,非绝对控股情况下,判断企业是否取得实际控制权,将直接影响上市公司会计信息质量,也成为做空机构及其外界监督机构的重点关注事项。所以,在判断是否具有实际控制权时,需要全面梳理公司章程及各类投资、委托协议等法律文件,并综合企业性质、公司治理结构、董事会构成、股权结构、以往股东大会决议及董事会决议通过情况等方面信息,将会计准则有关规定与《股票上市规则》等文件的相关规定相结合进行综合判断,遵循企业相关业务的商业实质,完整准确、有理有据的进行实际控制权判断。

作者单位:赵志红,山东青年政治学院会计学院,山东 济南 250103。
原载《财会通讯》(武汉),2024.3.90~93,142